

中国上市公司治理结构的实证研究*

白重恩^{a, b} 刘俏^a 陆洲^a 宋敏^a 张俊喜^a

(a. 香港大学经济及工商管理学院; b. 清华大学经济与管理学院 100084)

内容提要:我国上市公司的市场价值与其治理结构有无联系? 投资者愿为治理良好的公司付出多大的溢价? 本文旨在对上述两大问题进行全面和系统的实证研究, 揭示当前上市公司存在的治理弊病, 为建立具有中国特色的公司治理体系提供依据。为此, 我们充分考虑了公司治理的内外部机制, 并结合中国的市场环境, 归纳出一系列变量来描述公司治理在我国的具体实践。基于这个变量体系, 我们运用主元因素分析法编制了一个可反映上市公司治理水平的综合指标 - G 指标。我们的实证研究发现: (1) 治理水平高的企业其市场价值也高; (2) 投资者愿为治理良好的公司付出相当可观的溢价。

关键词: 公司治理, 企业价值, 治理机制, G 指标

* 本文作者按英文字母顺序排名。作者感谢林毅夫、陈志武、平新乔、李维安、赵海英、方星海、胡汝银、沈明高、傅小楠、李朝晖及参加北大、人大、南开、浙大、华中科大、中山(岭南)等院校研讨会的师生所提出的宝贵意见和建议, 同时也感谢李春涛、涂正革两位研究助理出色的工作。若文中有误, 乃全是作者的责任。

一、前言

近年来，如何改善和提高公司治理水平无疑是最热门的话题，成为资本市场关注的焦点。一场席卷经济领域的革命正在全球各地兴起，许多国家纷纷提出了一系列措施，来规范企业的运作，以此保障投资者的合法权益。这些措施包括，要求更严的公司上市和信息披露规则、明确独立董事占董事会的比例、推行董事的强制培训、以及颁布公司治理的强制性法令等等。另外，一些国际组织也对公司治理问题表现出浓厚的兴趣。譬如，国际货币基金组织就把改善公司治理结构作为其减免债务、获得援助的必要前提。1998年，经合组织(OECD)颁布了颇具影响的“OECD 公司治理准则”，旨在帮助其成员国及非成员国评估和改善其经济法律法规和制度体系，以提高公司治理水平。还有一些私人公司，像标准普尔、加利福尼亚公务员退休养老基金 (CALPERS)和麦肯锡等，也都积极呼吁新兴市场国家深入进行公司治理的改革。

在中国，公司治理问题正受到高度重视。自从20世纪90年代初中国政府开放股票市场以来，在不到12年的时间里，中国股市已成为世界第八大股市，市场总股本超过五万亿美元，取得了举世瞩目的成就。尽管如此，中国股市还存在不少问题亟待解决，主要表现为上市公司质量不高、股权结构不合理以及监管不力。

众所周知，股市的健康发展取决于上市公司的健康运行。不少有识之士都认为，当前中国股市最突出的问题是许多公司的治理结构不合理。显然，公司治理结构不但影响整个股市发展，而且影响上市公司股票的市场价值。最近，麦肯锡公司对投资于新兴市场的个人和机构投资者进行了一系列的调查，发现其中80%的投资者均愿意为治理结构良好的企业付出较高的溢价。其它一些研究也表明，公司业绩和治理水平之间存在正相关关系。

在研究公司治理和企业绩效间关系的学术文献中，大部分将重点放在公司治理的某一特定方面；例如，董事会的构成、股东的参与、外部董事的薪酬、反收购措施、投资者保护等等。最近，也有一些文章研究了新兴市场的公司治理与业绩之间的关系，但研究范围比较狭窄。有的只使用了单个国家的小样本，有的虽然用了多个国家的样本但却只涉及一些大公司。这方面的文献请见 Denis 和 McConnell (2003) 的综述。

国内学者近年来也高度注视公司治理方面的研究，但同国外早期研究一样，大部分还是将重点放在公司治理的某一特定方面。较早的文章侧重于理论分析，比如张春霖(1995)分析了委托代理关系中存在的道德风险问题，何浚(1998)对上市公司股权结构进行了详细描述，并在理论上分析了其中存在的一些问题，特别是内部人控制问题。更近期的研究注重经验分析，对股权结构的研究吸引了最多的注意力。其中一部分文章强调国有股、法人股及流通股对企业业绩及价值的不同影响，其中代表性文章包括陈晓和江东(2000)、朱武祥、宋勇(2001)和陈小悦和徐晓东(2001)：陈晓和江东(2000)通过对三个行业的分析来考虑不同竞争环境下股权结构多元化对ROE的影响；朱武祥、宋勇(2001)利用家电行业上市公司对股权结构与市净率的相关性进行实证研究；陈小悦和徐晓东(2001)在考虑股权结构对ROE的影响的同时，还考虑了经理层变化的影响。另一部分文章强调第一大股东的作用，比如孙永祥和黄祖辉(1999)考虑第一大股东持股比例对托宾Q值和对兼并与管理者变化的影响，徐晓东和陈小悦(2003)除了分析了第一大股东的所有权性质对托宾Q值和ROE的影响之外，还考虑了一些公司治理机制，包括第一大股东的变更、CEO的变更、董事会结构以及高层管理人员的薪酬等所受的影响。冯根福、韩冰和闫冰(2002)所研究的问题和上面讨论的问题相反，他们考虑哪些主要因素影响上市公司股权集中度的变动。关于资产重组，陈信元和张田余(1999)用事件分析的方法来考察资产重组的市场反映，朱宝宪和王怡凯(2002)考虑收购兼并的原因、方式和效应。魏刚(2000)考察了高级管理层的报酬与上市公司的经营效益的关系，发现高级管理层的激励机制并没有起到应有的作用。

一个这些文献中还没有研究的问题是对上市公司控制权的竞争或潜在竞争与公司价值之间的关系。本文试图在这方面做出贡献。为了这一目的，我们将引进一个新的变量--第二至第十大股东持股量的集中度--来衡量对公司控制权的竞争程度。除此之外，我们还会同时考虑有关公司治理的一系列变量对公司价值的影响，以此来减小可能出现的缺失变量偏差。我们的研究结果表明，现有文献中的某些结果确有可能有缺失变量偏差问题，例如我们基于对公司治理一系列机制全面考虑所得到的第一大股东持股比例与托宾 Q 值的关系和孙永祥和黄祖辉（1999）所得到的结果正好相反。除了全面考虑公司治理一系列机制对公司价值的影响外，我们还建立了一个涵盖公司治理的主要评估变量、客观反映我国上市公司综合治理水平的评价指标体系，我们称它为 G 指标。在此基础上，我们也研究了公司市值与 G 指标之间的关系。我们希望回答的问题是：我国上市公司的市场价值与其治理结构有无联系？投资者愿为治理良好的公司付出多大的溢价？我们的目的是揭示当前上市公司存在的治理弊病，并为建立具有中国特色的治理体系提供依据。

本文余下部分的结构如下：第二节回顾有关公司治理的理论和实证研究，总结主要的公司治理机制；第三节讨论如何定量描述反映我国公司治理机制的八个变量；第四节实证分析公司治理结构与市场价值之间的关系；第五节构建反映公司治理综合水平的 G 指标，并讨论投资者愿意为良好结构公司付出的治理溢价；第六节总结本研究的结论并提出有关的政策建议。

二、 公司治理的主要机制

早在三百多年前，亚当·斯密就在《国富论》中提出了股份制公司中因所有权和经营权分离而产生的一系列问题，并认为应该建立一套行之有效的制度来解决两者之间的利益冲突。公司治理的现代理论文献起源于 Berle and Means (1932) 的开创性研究。他们认为，公司的管理者常常追求个人利益的最大化，而非股东利益的最大化。Berle 和 Means 所关注的企业的契约性质和委托代理问题，最终推动了经济学中代理理论（agency theory）的萌芽和发展。

代理理论试图回答这样一个关键性的问题：股东如何确保企业的管理者为股东的利益最大化服务？然而，只关注股东和管理者之间可能存在的利益冲突显然不够。近年来，另外一种形式的利益冲突引起了人们更多的关注，即掌握控制权的大股东往往为了谋取自身的利益转移企业资源而牺牲中小股东的利益，即“隧道效应”（tunneling）。在亚洲金融危机期间，许多事实都证明了在新兴市场，“隧道行为”是一种更加严重的委托代理问题。而最近发生的一系列事件，如安然集团、世界通讯和环球电讯的丑闻，说明即使在经济发达国家，也存在类似行为。

如果把多种不同形式的代理问题都考虑在内，公司治理就有了新的并且是更加广泛的意义。正如 Denis and McConnell (2003) 所讲，“…公司治理是企业内部机制和外部机制的总和，它们可促使那些追逐个人利益的公司控制者（他们决定公司的运作）所作出的决策能以公司所有者（企业的出资者）的利益最大化为原则…”。另外，美国教师养老基金公司（TIAA-CREF）把公司治理定义为“……公司治理是一种制度的集合，这些制度能使得股东的利益与那些管理公司事务的董事会和管理层的利益之间保持一种适当的平衡……”。

一般而言，对于企业所有者与管理层之间、控股大股东和小股东之间可能存在的这两种利益冲突，有两类不同的解决机制。第一类是内部机制（如董事会，高管人员薪酬，股权结构，财务信息披露和透明度等），第二类是外部机制（如外部并购市场，法律体系，对中小股东的保护机制，市场竞争等）。下面，我们将分别讨论这两类机制。

1. 内部机制

内部机制一般包括四项：董事会，高管薪酬，股权结构，及财务信息披露和透明度。

(1) 董事会

从理论上说，董事会是确保股东利益的重要机构，股东可以通过董事会对公司管理层施加影响。然而在实践中，由于各国有不同的历史、政治、社会、文化和法律，董事会的结构通常大相径庭。但董事会构成与公司业绩之间关系确有一定的共性，实证研究发现：(i) 董事会中独立董事的比例对提高公司的经营业绩有一定的帮助；(ii) 适当设置一定的内部董事有利于公司业绩的提升；(iii) 若公司的最高管理者（即 CEO）控制或部分控制了董事会，那么董事会就很难发挥独立和积极的监督作用。综而论之，很多研究都显示，最好的公司治理应该是董事会中外部人员占主导地位。

(2) 高管薪酬

确保管理层能够以股东利益最大化为目标的第二种机制是合理的薪酬制度。激励管理者的方法包括以股票价格的表现和各种业绩指标为基准的评估方法。虽然大多数的实证研究都受到了数据方面的限制，但仍有研究表明，在美国、德国和日本，管理者的薪酬与公司的经营业绩之间存在正相关关系。

(3) 股权结构

一般认为，能使企业价值最大化的一个最重要的方法是合理的股权结构。许多公司治理的研究者均认为，过于集中的股权结构并非一种有效的机制，其原因是大股东可随意挪用公司的资源以谋求自身利益。Claessens, Djankov and Lang (2000)发现，在亚洲市场中，交叉持股和金字塔式的股权结构非常普遍。这种股权安排的一个结果就是，控股股东能够用很少的资本支出来获取很大的控制权，而这将使得“隧道行为”变得更加严重。

在中国，虽然交叉持股，金字塔式的股权结构，以及背离“一股一票”的现象并不普遍，但是上市公司通常只有一个最终的所有者，这个所有者持有了全部股份中的绝大多数。这样一个绝对控股股东的存在，使得将公司的资源转移出去给母公司或者其他关联方成为可能。但是，当控股股东所占的股份非常大时，其自身的利益与公司的利益会逐步趋同。在这种情况下，该控股股东也许会减少“隧道效应”，因为此行为往往对整个公司而言是低效率的。另外，中国控股股东大部分是各级政府，它们在其股份相当大时有动力对上市公司进行政策扶持。综上所述，在我国，公司的经营业绩和第一大股东的持股量之间可能存在一个非线性的“U”形关系。

(4) 财务信息披露和透明度

为确保投资者的利益，财务信息的充分披露和高度透明度都是必要的，尤其是对发展中国家。诚实的管理者会及时、充分和准确地提供公司经营状况、财务状况和外部环境的相关信息。毋庸置疑，有效的信息披露制度一定有助于公司治理水平的提高。

2. 外部机制

内部机制一般包括三项：企业控制权市场，法制基础和中小投资者权益保护，及产品市场的竞争程度。

(1) 企业控制权市场

一个活跃的企业控制权的竞争市场对有效分配资源至关重要。这样的市场可以使有能

力的管理者在短时间内取代无能的经理，控制公司的资源。企业控制权的竞争市场的运作可以通过以下三种途径进行：代理人竞争（proxy fights），善意的购并和敌意的接管。

代理人竞争通常无法成功更换现有董事会成员，皆因股权往往分散于许多股东手中。善意的购并和接管在所有国家都有发生，且占到了所有购并交易量的大部分。在一些发达国家，此比例高达 60%至 90%。敌意接管在美国和英国屡屡发生。实证研究表明，虽然对接管方来说，其公司价值无显著增加甚至可能减少，但是目标公司的市场价值确实获得了极大的提高。对会计数据的研究发现，转换经营方式和改善经营业绩至少部分地解释了收购溢价。

(2) 法制基础和中小投资者权益保护

La Porta 等人（1998）的一系列研究发现在实施普通法的国家里，公司治理的水平通常都比较高，小股东也得到了很好的保护。相反，实施大陆法系的国家通常对小股东的保护比较薄弱，公司治理的水平相应也比较低。他们还发现，不同国家的股权价值、资本成本和外部融资的程度都不相同，而这些差异可由该国的法律起源来解释。显然，要保障投资者可以获取合理的投资回报，法律体系是一个颇为有效的外部机制。

尽管我国的上市公司都受到统一的法律体系约束，但由于存在 B 股市场和部分公司有境外上市的机会（例在香港上市的 H 股，以 ADR 形式在美国上市的股份等）。这些较成熟的市场有比较严格的监管条例和健全的法律体系，一般认为它们较 A 股更能保护投资者的权益。

(3) 产品市场的竞争程度

解决各种代理问题的另外一个重要机制是产品市场的竞争。如果企业的管理者浪费资源，该企业最终会遭竞争的产品市场淘汰。因此，激烈的竞争程度会降低管理层的懈怠，并且可能有助于限制低效率的行为。同样的道理，它还可有助于减少控股股东的“隧道行为”。

我们认为，一个良好的公司治理结构依赖于内部机制与外部机制的有机结合。除此之外，对我国上市企业而言，公司治理机制也应考虑到我国特有的国有法人股“一股独大”的现实。下文的综合治理 G 指标将分别考虑公司治理的内部与外部机制及有中国特色的治理机制三大方面。

三、 公司治理的度量

在本节中，我们首先根据上节讨论的公司治理的三大方面，全面考察反映中国公司治理水平的各种因素，选择代表每个因素的相应变量。然后我们总结治理变量的基本统计特征，揭示当前上市公司存在的一些治理问题。

1. 治理变量的选择

我们的实证研究选择了以下八个治理变量：关于 CEO 有否兼任董事会主席或副主席的虚拟变量（ceo_topdir）；外部董事的比例（out_ratio）；五大高管人员的持股量（top5）；第一大股东持股量（top1）；第二至第十大股东持股量的集中度（cstr2_10）；关于企业是否拥有母公司的虚拟变量（parent）；关于有否在其它市场挂牌上市的虚拟变量（hbshare）；关于是否国有控股的虚拟变量（so_top1）。

ceo_topdir 和 out_ratio 两个变量反映了董事会的治理机制。高管薪酬机制的代表是 top5 变量，其原因有二：一是管理者薪酬的信息很不完备，在许多情况下难以得到；二是国外研究常用的股票期权在我国还很少见，因此我们用持股量代替。top1 反映了股权结构机制，而

cstr2_10 则同时反映了股权结构和企业控制市场机制。parent 变量反映了股权结构机制,说明有可能母公司通过与子公司之间的各种商业行为和关联交易,最终达到攫取子公司其他股东利益的目的。hbshare 变量既反映了财务信息披露和透明度的机制,也反映了法制基础和中小投资者权益保护的机制。最后,so_top1 变量反映了具有中国特色的企业控股结构。

有三点需要特别说明。首先,我们对上节中的所有机制都有相关变量的描述,唯独只有产品市场的竞争程度无法准确度量。人们普遍认为大多数的上市公司,尤其是国有企业,都是来自那些受保护的行业,并且受到政府特殊的优惠和照顾,如此将削弱了来自对企业管理人员的外部监督力。不过这一情况正在迅速地改善,越来越多的非国有企业通过 IPO 或收购上市公司来达到公开上市的目的。在下面的实证研究中,我们采用行业虚拟变量间接控制了行业的竞争度。

其次,cstr2_10 变量定义为第二大至第十大股东持股量平方和的对数。¹此变量将通过三种途径对公司治理水平产生正面的影响。第一,这些大股东是第一大股东实施“隧道行为”的主要障碍。第二,当公司经营情况不善时,这些股东手中的股权越集中,就越有可能去争取对公司的控制权,或协助外来者争夺公司的控制权。第三,这些大股东也可以对企业的经营管理实施监督。由此可见,cstr2_10 变量既有内部机制的成份,也有外部机制的成份。

最后,so_top1 变量定义为控股股东是否是政府机构的虚拟变量。众所周知,政府的目标可能是扩大就业、增强社会稳定性等,而很可能不是追求某个企业的利润最大化。控制公司的政府机构很可能把上市公司当作完成这些政策目标的工具,而这往往与股东利益相互矛盾。另外,在转型经济环境下,软预算约束可能是众多国有企业所面临的主要问题。²我们认为,无论从哪个层面上说,这一问题对那些控股股东是政府机构的上市公司来说可能都会更加严重。因此,我们使用这一变量来描述政府机构对企业公司治理机制的潜在影响。

2. 基本统计特征

我们实证研究使用的数据涵盖了 2000 年上海与深圳股票交易所的所有上市公司。剔除了在上述八个变量中数据有缺失的公司,剩余的样本容量为 1004 家公司,占上市公司总数的 95%以上。数据来源为中国股市和财务研究数据库(CSMAR)。这些数据告诉我们,中国上市企业的治理结构有如下八大特征:(1)超过三分之一的上市公司的 CEO 同时是董事会的主席或副主席,从而弱化了公认的董事会的监督作用;(2)在样本公司中,平均而言外部董事所占的比例相当高,但公司间的差别也非常大,表现在均值高达 48.4%和标准差为 27.4%上;(3)在我国,高管人员持股量非常低,因此鲜有通过提高持股比例来激励管理人员的举措。从数字上来看,top5 变量的均值为 0.02%,标准差为 0.003%;(4)平均而言,第一大股东的持股量相当高。我们发现第一大股东持股比例的均值,即 top1 变量的均值为 45.3%,持股比例最高的甚至超过了 88%;(5)接近八成(78.7%)的上市公司拥有母公司,如此普遍的现象说明“隧道行为”在我国上市公司中可能较严重;(6)对上市公司而言,第二至第十大股东持股量的集中度差别很大。这表现在,变量 cstr2_10 的均值和标准差分别为 3.20 和 3.78,最低的为-6.52,而最高的达到了 7.27;(7)有不到 10%的公司在两个或者多个股票交易所同时上市;(8)大约超过三分之二的公司,都由政府部门控制。

从上述统计特征中,我们不难看出大部分上市公司目前出现的治理问题,同时也给我们指出了改善治理结构应努力的方向。

四、公司治理与市场价值的实证结果

① 这一定义是文献中常用的 Herfindahl 指数,该指数是用来描述其他大股东的股权集中度。

② 关于中国上市公司在国有企业预算软约束的问题,可参阅Chow, Song and Wong (2003)。

在探讨八个公司治理变量对市场价值的影响之前，我们先介绍一下企业市场价值的度量方法。

1. 企业市场价值的度量

在本文中，我们采用以下两种常用方法用来测度企业的市场价值：（1）托宾 q 值（Tobin's q），这是一种被广泛应用的测度企业市场价值的方法；（2）市值与面值比（Market/Book），即企业总资产的市场价值与账面价值之间的比率。平均而言，我国上市公司的估值偏高。这两个变量的均值分别为 3.62（TQ）和 4.04（MB），比国际上其它市场的正常情况要高得多。这可能有两个原因，一是在我国流通股所占的比例比较低，对很多国有企业来说，此比例大约只有三分之一，这样比例颇高的非流通股的价格就相对被高估了；二是在 2000 年，中国的股市处于牛市，许多上市公司的股价位于偏高的水平。前者要求我们对非流通股的价格作出适当的调整。根据 Chen and Xiong (2002) 的发现，我国部分上市公司的非流通国有股和法人股在市场公开交易时，出现相当大的折扣，平均为 70-80%。因此，我们在测算过程中，把非流通国有股和法人股的价格以流通股的价格分别作 70% 和 80% 的折价来估算。这样调整后的平均托宾 q 值为 2.05(TQ_70)和 1.82(TQ_80)，市值/面值比的均值在 1.82(MB_80)和 2.05(MB_70)之间，与其它主要股票市场的相关结果似乎更接近一些。

2. 治理变量与企业价值的回归结果

表 1 企业经营业绩和公司治理之间相关关系的回归结果

	TQ	TQ_70	TQ_80	MB	MB_70	MB_80
ceo_topdir	-0.1248 (1.184)	-0.0497 (0.835)	-0.0390 (0.724)	-0.1192 (1.140)	-0.0441 (0.754)	-0.0334 (0.632)
out_ratio	0.3965** (2.106)	0.1094 (1.029)	0.0684 (0.711)	0.3833** (2.051)	0.0962 (0.920)	0.0552 (0.585)
top5	-9.6105 (0.285)	-0.0843 (0.004)	1.2765 (0.074)	-7.1693 (0.214)	2.3568 (0.126)	3.7177 (0.220)
top1	-0.0376** (2.457)	-0.0279*** (3.221)	-0.0265*** (3.381)	-0.0364** (2.396)	-0.0267*** (3.134)	-0.0253*** (3.290)
top1_sq	0.0007*** (4.336)	0.0003*** (3.168)	0.0002*** (2.789)	0.0007*** (4.332)	0.0003*** (3.156)	0.0002*** (2.771)
parent	-0.2711** (2.036)	-0.0868 (1.154)	-0.0605 (0.889)	-0.2513* (1.901)	-0.0670 (0.906)	-0.0407 (0.610)
cstr2_10	0.1925*** (7.535)	0.0407*** (2.819)	0.0190 (1.455)	0.1986*** (7.829)	0.0468*** (3.294)	0.0251* (1.957)
hbshare	0.7777*** (4.495)	0.5830*** (5.965)	0.5552*** (6.277)	0.7354*** (4.282)	0.5408*** (5.626)	0.5130*** (5.913)
so_top1	-0.2000* (1.904)	-0.1130* (1.905)	-0.1006* (1.874)	-0.2051** (1.968)	-0.1182** (2.026)	-0.1058** (2.009)
ln_sales	-0.8261*** (17.054)	-0.4449*** (16.261)	-0.3905*** (15.770)	-0.8408*** (17.485)	-0.4596*** (17.082)	-0.4052*** (16.684)
Capital/Sales	0.0184	0.0016	-0.0008	0.0084	-0.0084	-0.0108

	(1.000)	(0.154)	(0.085)	(0.459)	(0.823)	(1.172)
Operation	0.0174	0.0063	0.0047	0.0069	-0.0042	-0.0057
Income/Sales						
	(0.934)	(0.602)	(0.499)	(0.373)	(0.403)	(0.616)
Leverage	-2.0546***	-0.7167***	-0.5256***	-2.1420***	-1.8041***	-1.6130***
	(6.959)	(4.297)	(3.483)	(7.308)	(11.000)	(10.896)
Intercept	20.2755***	11.5466***	10.2997***	21.0068***	12.2780***	11.0310***
	(18.843)	(18.998)	(18.726)	(19.667)	(20.541)	(20.447)
Obs. No.	1004	1004	1004	1004	1004	1004
Adjusted R ²	0.411	0.371	0.361	0.426	0.433	0.427

注: *, **, *** 表示估计系数在 10%, 5%, 1% 置信度水平显著。

表 1 列出公司治理结构与公司市场价值的实证关系。第一列是托宾 q 值与前述八个治理变量的回归结果。在回归分析中我们还引入了一组常用的控制变量，如公司规模 (*size*)，资产营销比(*capital/sales*)，营业收入与销售比(*operation income/sales*)，资产负债率(*leverage*)和行业虚拟变量。回归结果依次说明如下：

首先，如果公司的 CEO 同时兼任董事会的主席或副主席，将不利于提高公司的市场价值。这一点可以由上市公司的市值对 *ceo_topdir* 的回归结果中看出。此乃一个虚拟变量，当公司的 CEO 同时也是董事会的主席或副主席时，取值为 1，否则为 0。如前所述，在理论上，这一变量对企业的市场价值应为负向影响。实证结果证明了这一点，但统计上并不显著。

第二，外部董事所占比例的提高将有助于提升企业的市场价值。一如所料，描述外部董事人数在董事会总人数中比例的 *out_ratio* 变量的回归系数为正值，并且在 5% 的置信水平下显著。

第三，高管人员的持股量并不影响中国上市公司的市场价值。这一发现源于变量 *top5* 的回归系数，它所描述的是五大高管人员的持股情况。从理论上说，*top5* 变量应该对企业的市场价值有正向的影响。不过，这一变量的系数却为负值，虽然在统计上并不显著。出现这种现象可能是由这些微乎其微甚至可以忽略不计的持股量引起的误差所致。

第四，颇为有趣的是，第一大股东持股量对企业的市场价值的影响是非线性关系。这种非线性关系体现在回归方程式中的变量，*top1_sq*，即 *top1* 的平方。可以看出，*top1_sq* 的回归系数是正的，并且具有统计显著性，这就意味着在企业的市场价值（托宾 q 值）和公司的第一大股东持股量之间存在着 U 形的关系。这一发现与其它关于中国上市公司的相关研究结果一致（见 Tian 2002）。

第五，一个上市公司若拥有母公司，则对提升其市场价值无利。我们引入的虚拟变量，*Parent*，反映了母公司可能会对上市公司实施的“隧道行为”。这一变量的回归系数估计值为负值，并且在统计上非常显著。

第六，其他大股东的持股比例愈高，企业的市场价值将会愈高。请注意，股权结构变量 *ctr2_10* 描述了第二大至第十大股东持股量的集中程度。如前所论，除了控股股东以外的这些大股东所持有的股权越集中，越会加强对企业经营管理的监督，并且能够增强对企业控制权的有效竞争；同时，也会降低控股股东实施“隧道行为”的可能性。与我们的理论一致，*ctr2_10* 变量的回归系数为正值，并且在 1% 的置信水平下具有统计显著性。

第七，在其它透明度较高的市场上市有助于企业采用更好的公司治理准则。我们的度量指标是一个虚拟变量 *hbshare*。结果显示，这一变量的回归系数确实为正值，并且具有高度的统计显著性（在 1% 的置信水平下）。

第八，政府控股的公司经营上缺乏效率，并且发生“隧道行为”的可能性很大。在回

归方程中，我们加入了虚拟变量 *so_top1*，表示控股者是否是政府机构。该变量的回归系数为负值，并且在统计上是高度显著的（在 10% 的置信水平下）。

最后，控制变量中只有公司规模及资产负债率在统计上显著，而且两者皆为负面影响。另外，回归方程的拟合优度高达 41%，说明我们的回归模型较好地反映了实证关系。

表 1 中的第二、三列分别列出经调整后的托宾 *q* 值的回归结果。除外部董事 (*out_ratio*) 和母公司 (*parent*) 虚拟变量外，其它变量的系数皆保持同样符号且在统计上显著。外部董事与母公司的系数的符号与第一列一致，只是统计上不显著。另外，第四至第六列是关于市值/面值比的回归结果。总体说来，其结果与托宾 *q* 值的回归结果极为相似。

综上所述，我们从表 1 的实证研究中得出了一个重要的结论：公司治理结构与市场价值有着紧密的关系。在描述中国上市公司治理结构的八个变量中，公司的股权结构变量（如第一大股东的持股量，其他大股东的持股量及控股股东是否国有股）和外部法律体系及市场环境（*hbshare* 虚拟变量）均起着非常重要的作用。³ 具体来说，有关 *top1* 及 *parent* 变量的结果表明，“隧道效应”是一个至关重要的问题，在此问题解决之前，国有股减持并不一定能起正面作用。有关 *cstr2_10* 变量的结果表明，解决“隧道效应”问题的一个有效方法是促进对公司控制权的竞争、建立及规范公司控制权市场，Bai, Liu, 和 Song (2002) 也从不同的角度论证此一观点。

五、综合治理 G 指标的构建和实证分析

本文的另一个主要目的是基于上文所述的公司治理变量体系来构造一个可客观描述中国上市公司治理水平的综合指标，并以此指标来对上市公司治理水平进行排名。本节将上文所述的八个变量综合考虑，来构造一个中国上市公司的 G 指标。

1. 排名方法、治理指数与公司业绩

我们采用统计上常用的主元分析法（Principal Component Analysis, PCA），寻找上述八个变量的线性组合来最大化描述八个变量的变化情况，从主元分析法中得出的第一大主元被定义为反映公司治理水平的 G 指标。在第一大主元中，八个变量 *top1*, *cstr2_10*, *out_ratio*, *top5*, *so_top1*, *parent*, *ceo_topdir*, *hbshare* 的载荷系数（factor loadings）分别是 -0.625, 0.595, 0.230, 0.037, -0.227, -0.378, 0.023, 0.071。除了变量 *ceo_topdir* 以外，其它七个变量的系数符号都与我们的理论预测相吻合。在八大变量中，*top1*, *cstr-10*, *out_ratio*, *so_top1*, *parent* 是反映 G 指标的重要变量。

我们进一步考虑 G 指标与公司的市场价值之间的关系。表 2 给出了托宾 *q* 值、市值/面值比与 G 指标的回归结果。在该分析中，我们沿用表 1 中的控制变量。我们发现该 G 指标的系数在所有回归方程中皆为正且统计上显著。（显著水平在 1% 上）。该结果显示：投资者愿意为治理水平较好的上市公司付出一定的溢价。各回归方程中的控制变量的系数与表 1 相似，另外各方程拟合优度（adjusted R^2 ）高达 41%。

表 2 公司业绩对治理指数的回归结果

TQ	TQ_70	TQ_80	MB	MB_70	MB_80
----	-------	-------	----	-------	-------

^③因为本文的结果是基于 2000 年的横截面数据，所以我们无法充分考虑回归方程式中自变量的内生性问题（endogeneity）。但是在回归方程式中大多数变量（如股权结构、董事会构成及是否在海外上市等）多为政府在上市前的行政决定，故我们认为自变量的内生性问题并不严重。

G-Index	0.1268*** (3.228)	0.1260*** (5.837)	0.1259*** (6.445)	0.1250*** (3.203)	0.1242*** (5.858)	0.1241*** (6.491)
ln_sales	-0.7420*** (15.187)	-0.3978*** (14.817)	-0.3486*** (14.352)	-0.7590*** (15.634)	-0.4148*** (15.731)	-0.3656*** (15.379)
Capital/Sales	0.0276 (1.439)	0.0065 (0.613)	0.0034 (0.361)	0.0175 (0.916)	-0.0037 (0.355)	-0.0067 (0.718)
Operation Income/Sales	0.0225 (1.161)	0.0090 (0.845)	0.0071 (0.733)	0.0120 (0.622)	-0.0015 (0.147)	-0.0035 (0.368)
Leverage	-1.9854*** (6.489)	-0.6434*** (3.827)	-0.4516*** (2.969)	-2.0828*** (6.850)	-1.7408*** (10.541)	-1.5490*** (10.404)
Intercept	18.9876*** (18.740)	10.0746*** (18.096)	8.8013*** (17.474)	19.8371*** (19.702)	10.9240*** (19.976)	9.6507*** (19.573)
Obs. NO.	1004	1004	1004	1004	1004	1004
Adj. R ²	0.354	0.347	0.337	0.368	0.413	0.408

注: *** 表示估计系数在 1%置信度水平显著。

2. G 指标分组后各组间相关关系的实证结果

为了进一步阐明公司治理与企业的市场价值之间的正向相关关系，在以下的分析中，我们依据G指标将所有的样本公司平分五组。第一组是公司治理排名最低的那些企业，而第五组是排名最高的企业，其它组依次类推。这五组企业的平均托宾q值分别是 3.06， 3.39， 3.49， 3.67， 4.47，最高组和最低组之间的差异高达 46%。公司治理最好的那些公司与治理水平一般的公司之间的差异也达到了 28%以上。这样大的差异使我们得到两个非常有用的结论。首先，中国的投资者愿意为良好的公司治理水平付出一个相当可观的溢价。人们通常认为中国的股市充斥了投机行为，投资者不能合理地对公司的基本面及其公司治理结构进行评估，本文的结果对这一观点提出了质疑。第二，从国际经验来看，中国投资者愿意为良好的公司治理机制支付的溢价要远远高于世界上其他新兴市场的水平。⁴总的来说，中国的股市确实是不成熟的，并且存在很多严重的问题。但是，本文的结果也表明，从某种意义上来说，投资者也有成熟的一面，至少他们能够在一定程度上具备把好的公司和差的公司区别开来的能力。

统计分析表明，除了第二组和第三组及第三组和第四组的差异不显著外，其它组与组之间托宾 q 值的差异都具有统计显著性。最后，有关市值/面值比及经调整 q 值与市值/面值比的结果与上述结果非常接近，为节省空间在此不予重复。

六、结论

本文通过实证研究中国上市公司的公司治理机制，得出如下结论：

第一，我们基于代理理论和公司治理中“隧道行为”的理论，全面总结了一系列重要的公司治理机制。八种主要的公司治理机制可以归纳为内部机制，外部机制 和具中国特色机制三大类。在所有的公司治理机制中，我们发现股权结构、董事会的构成、经理薪酬、公司控制权的竞争市场，以及财务透明度是影响企业的公司治理水平的最重要因素。

第二，基于我们的理论分析以及对中国股票市场的理解，我们建立了一系列反映上市

^④关于其它国家的研究发现了类似的溢价在 10%~15%之间（见Mckinsey，2002）。

公司治理机制的相关变量。我们发现上市公司的市场价值与公司治理结构变量紧密相关，特别是反映股权结构的变量如第一大股东持股量，其它大股东持股量，第一大股东是否为国有股。另外，上市企业是否拥有母公司及是否在海外上市也对公司市值有重大影响。此外，我们的结果也说明，改善治理结构是上市企业提升其股票市场价值的根本途径。

第三，运用主元分析法（principal component analysis），我们构造了一个反映公司治理水平的综合指标——G 指标。根据 G 指标我们对中国上市公司进行排名。我们发现，排名较前的企业其市场价值也较高。我们认为，即使在中国这样一个新兴市场上，投资者仍然高度关注公司的治理结构，并且愿意为拥有较好治理结构的公司付出可观的溢价。

我们对中国上市公司的治理问题进行的这项研究具有开拓意义。这项研究比较全面地从学术角度阐述了中国上市公司的市场价值与治理结构的关系；量化了中国投资者对较好的公司治理付出的溢价；比较了上市公司的治理水平；揭示了中国上市企业治理结构上存在的问题。

除具学术意义外，我们的发现对投资者、监管者、企业高层管理人员都有启发意义。中国证券监管部门早已意识到提高上市公司治理水平对改进公司业绩、保护中小投资者及进一步发展证券市场至关重要。本文对公司治理各个机制的详细讨论及相应的综合评估指标的定量分析为中国证券监管部门制定适合于中国国情的企业治理最优机制和规范提供了理论依据。我们的研究成果表明，如何促进对公司控制权的竞争、建立及规范公司控制权市场，是监管部门应该尽快解决的问题，也是国有股减持的重要前提条件。我们的研究成果也为上市公司改善治理结构提供了非常有价值的参考此外，依据 G 指标得到的排名还能帮助投资者选择赢利优异的股票组合。

我们认为，关于公司治理的进一步研究应该侧重于公司控制权市场和经理人市场的有效性。我们这篇文章通过引进一个新的变量——非控股股东的集中度——对于公司控制权市场的研究提供了一个新的工具。我们期望这两方面的研究有更大的发展。

参考文献

- 陈晓、江东，2000：《股权多元化、公司业绩与行业竞争性》，《经济研究》第 8 期。
- 陈小悦、徐晓东，2001：《股权结构、企业绩效与投资者利益的保护》，《经济研究》第 11 期。
- 陈信元、张田余，1999：《资产重组的市场反映》，《经济研究》第 9 期。
- 冯根福、韩冰和闫冰，2002：《中国上市公司股权集中度的实证分析》，《经济研究》第 8 期。
- 何浚，1998：《上市公司治理结构的实证分析》，《经济研究》第 5 期。
- 孙永祥，黄祖辉，1999：《上市公司股权结构与绩效》，《经济研究》第 12 期。
- 魏刚，2000：《高级管理层激励与上市公司经营绩效》，《经济研究》第 3 期。
- 徐晓东、陈小悦，2003：《第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析》，《经济研究》第 2 期。
- 张春霖，1995：《存在道德风险的委托代理关系：理论分析及其应用中的问题》，《经济研究》第 8 期。
- 朱宝宪、王怡凯，2002：《1998 年中国上市公司并购实践的效应分析》，《经济研究》第 11 期。
- 朱武祥、宋勇，2001：《股权结构与企业价值——对家电行业上市公司实证分析》，《经济研究》第 12 期。
- Bai, Chong-En, Qiao Liu, and Frank Song, 2002, "The Value of Corporate Control: Evidence from China's ST Companies." Working Paper, CCFR, University of Hong Kong.

- Berle, Adolf, and Gardiner Means, 1932, *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan.
- Chen, Zhiwu, and Peng Xiong, 2002, *The Illiquidity Discount in China*. International Center for Financial Research, Yale University.
- Chow, Kogn Wing, Kit Pong Wong, and Frank Song, 2002, "Investment and the Soft Budget Constraint in China", working paper, CCFR, University of Hong Kong
- Claessens, Stijin, Simeon Djankov, and Larry Lang, 2000, "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations." *Journal of Financial Economics*, 58,1: 81-112.
- Denis, Diane K., and John J. McConnell, 2003, "International Corporate Governance." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38,1: 1-36.
- La Porta, Rafael, Flowrencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, 1998, "Law and Finance." *Journal of Political Economy*. 106: 1112-1155.
- McKinsey & Company, "Corporate Governance Develops in Emerging Markets." *McKinsey on Finance*. 3:15-18, Winter 2002.
- Tian, Lihui, 2002, "Government Shareholding and The Value of China's Modern Firms." Working Paper, London Business School.

An Empirical Study on Chinese Listed Firms' Corporate Governance

Chong-En Bai^{a, b} Qiao Liu^a Joe Lu^a Frank M. Song^a Junxi Zhang^a

(a. Faculty of Business and Economics, The University of Hong Kong, Hong Kong;

b. School of Economics and Management, Tsinghua University, Beijing 100084, P. R. China)

Abstract: Are there any relations between Chinese listed firms' market value and their corporate governance? How much a premium are Chinese investors willing to pay for well-governed firms? Through a comprehensive and systematic empirical study on these two issues, this paper aims at understanding corporate governance practices among the Chinese listed firms and providing best corporate governance practices that fit Chinese firms well. In light of China's institutional background, we carefully examine various internal and external corporate governance mechanisms. We identify a set of eight variables that fully captures Chinese listed firms' corporate governance practices. Applying the principal component analysis method (PCA) to these variables, we compile a single composite index (G-Index) to rank Chinese listed firms' corporate governance levels. Our main empirical findings are: (1) firms with higher governance levels (higher G-Index scores) have higher market valuations; (2) investors in China are willing to pay a considerable amount of premium for well-governance firms.

Keywords: Corporate governance, firm value, governance mechanisms, G-Index

JEL Classification: G34, G32

